

欧元近期走势分析

黄 腾*

【内容摘要】欧元自其流通以来，对美元的汇率就持续走低，从 1.1 欧元兑换 1 美元的起点，跌落至 0.83 欧元兑换 1 美元的谷底。就在人们对欧元快要丧失信心的时候，从 2001 年下半年开始，欧元开始收复失地，并于 2002 年初接近甚至超过美元平价的水平，而且这种势头一直持续至今。欧元这种大起大落的表现，让很多人捉摸不透，但事实上，这一切都是有迹可循的，笔者将解释欧元近两年来的表现，并对其未来短期内走势提出自己的一点看法。

【关键词】欧元 欧元走势

【中图分类号】F821 【文献标识码】A 【文章编号】1000-6052 (2003) 04-00 18-02

一、欧元，令人难以捉摸的货币

欧元自出现以来，一直是国际经济金融界关注的焦点之一。各国的经济学家，金融学家都认为，这一通过欧盟各国政治经济政策协调而产生的货币，必将在未来成为国际货币体系的重要成员，把其视为将在短期内与美元平起平坐者也大有人在。由于具有成为强势货币所必须具备的基本条件，在 1999 年欧元即将正式启动之际，很多专家学者都在讨论其将会带来什么样的冲击波，而美元的地位动摇说也是甚嚣尘上。但是结果却大大的出乎人们的预料，欧元在启动之后，从 1.1 欧元兑换 1 美元的水平，一路跌跌不休，至 2001 年初，达到了 0.83 欧元兑换 1 美元的水平。这一结果，是绝大多数人想象不到的。就在人们对欧元的实力开始有所怀疑的时候，国际金融市场的不可预知性再度挑战人们的判断能力，自 2001 年起欧元开始向上爬，并于 2002 年的上半年逼近与美元 1 比 1 大关。人们对欧元的信心似乎又有所回升。与以前欧洲几种强势货币如德国马克、法国法郎的稳定相比较，这些年来欧元汇率水平的波动幅度之大，频率之高是十分引人关注的，其中的原因，值得人们认真的思考。

欧元启动后持续走弱主要有以下几个原因：

(一) 不可否认，欧元具有成为强势货币的所有基本条件。但是人们似乎忽略了一个很重要的因素，那就是国际金融市场上，要成为一种被广泛接受的货币，需要一个长期的过程。美元成为国际货币，经历了几十年的时间，而一旦其成为国际货币，由于人们对其的信赖以及使用的习惯性，也决定了美元在很长的一段时间内不会受到太大的威胁。要让刚刚诞生不久的欧元在短期内与美元分庭抗礼，显然是不切实际的想法。

(二) 决定汇率的一个重要因素就是货币发行国的经

济情况。在欧元启动后的一段时间内，欧元区经济并不算坏，但是与美国经济的繁荣比较起来就相形见绌了。同样的一笔资金，在美国能够得到高得多的回报，这也促使投资者大量的购买美元资产，从而导致欧元在与美元的对抗中显得力不从心。

(三) 作为一种国际货币，欧元是一种多国政治经济协商妥协的结果，这使得欧元在诞生之日就具备了国际性。但是从另一个角度来看，由于欧元不属于一个单独的国家，因此在对其进行宏观调控时，因为各国不同的经济情况，对欧元的控制还掺杂进了很多非经济的因素，不可能做到货币制度本身的自我控制与运转，有时甚至会因为各国的意见相左而使货币政策难产，从而影响整体经济表现。因此欧元的风险性其实是不小的，其信用程度从目前来看远不如美元。

(四) 欧洲中央银行与美联储在货币政策上的着重点不同。与美联储把促进经济发展，保证就业作为首要调控目标不同，欧洲央行最看重的是防止通货膨胀，其政策比起美联储来说要保守得多。这使得很多投资人不仅对这段时间内欧元区的经济发展不满，也对欧元区经济发展前景并不看好，从而导致了欧元的疲软。

从欧元进入流通领域的这 3 年多来看，欧元虽然具有很好的基础，但同时也存在一些先天的不足，尤其是对欧元的调控不可能像美元以及其它单一国家货币那样单纯，这当中包含了很多非经济的因素，即便是在经济领域内，由于欧元区 12 国的经济发展情况不尽相同，所以欧元既要考虑其币值的稳定，又要顾及各国的经济发展，这两者在很多情况下是难以兼顾的。

二、欧元近期升值的原因及未来短期内的走势

*黄 腾：厦门大学经济学系

就在人们对欧元的表现深感失望之际，欧元在 2001 年下半年开始反弹，并且一路上扬，至 2002 年上半年一度达到 1 欧元兑换 1 美元的水平，在短短的不足一年的时间里，上涨幅度超过 20%，而且进入 2002 年下半年，欧元对美元的汇兑水平持续走高，并于 2003 年 1 月达到了 1:1.08 的水平，引起了人们的极大关注。笔者认为，欧元的升值并不是因为其内在价值有了本质的变化，而是近期世界经济政治发生波动所致，待一切恢复平静，欧元对美元的汇率存在下跌风险。

（一）从欧元区内部看欧元价值

要评价一种货币的汇率水平是否客观反映其内在价值，则发行与使用该种货币的国家和地区的经济运行情况是应最先纳入考察的指标。从这个角度来看，专家与学者们实在找不到太多支持欧元坚挺的证据。

欧元自面市以来，欧元区的经济情况一直不是很好。20 世纪 90 年代，与美国年均 3.5% 左右的经济增长率相比，欧元区勉强达到 2-2.5% 的经济增长率相形见绌。在 2001 年，美国经济由于信息产业泡沫的破灭，产业结构调整以及公司假帐丑闻、遭遇恐怖袭击等非预期因素的影响陷入衰退时，欧元区各国纷纷表示，对欧元区的经济前景表示乐观，甚至有不少政界和经济界的专家学者跳出来，声称欧洲引领世界经济的时刻到了。但事实是，欧元区经济发展的速度也随之放慢。2001 年，欧元区经济仅增长 1.6%，大大低于原先估计的 2-2.5% 的水平。2002 年，欧元区与欧盟的经济增长率也分别仅有 0.8% 与 0.9%，远远落后于美国 2.5% 的水平。欧盟委员会经济和金融事务总司于 2003 年 3 月 6 日发表的经济预测，欧元区经济 2003 年第一季度的增长率为负 0.1% 到 0.3% 之间，而第二季度的增长在 0.2% 到 0.5% 之间。分析人士认为，这一预测表明，欧元区经济和欧盟整体经济增长仍然乏力。其中，德国与法国这两个欧元区最重要的经济体表现都不好，尤其是德国，其 2001 年和 2002 年的经济增长率分别只有 0.6% 和 0.4%，严重拖累了整个欧元区的经济发展步伐。

与经济增长率相对应的，欧元区各国在其它方面的经济指标也不容乐观。据欧盟委员会新近统计，由于经济不佳，德国、葡萄牙的 2002 年财政赤字将分别达到国内生产总值的 3.8% 和 3.4%，超过了《稳定与增长公约》规定的 3% 上限。德国、奥地利、比利时、希腊、意大利五国的公共债务将越过《稳定与增长公约》划定 60% 的红线，其中比利时、希腊和意大利三国的公共债务超过 100%。法国财政赤字和公共债务即将越过警戒线，受到欧盟点名。在欧元 12 国中，德国、法国和意大利三国的财富占据 3/4，欧元大国难以达标，对《稳定与增长公约》的遵守构成最大的威胁。此外，欧元区的失业率也攀升到 8.8% 的高水平，越来越多的失业人口反过来继续增加欧元区各国的财政负担，从而使各国经济陷入恶性

循环。

由此可见，从经济角度考虑，欧元区经济并不令人感到乐观，相反的，由于欧元区中不少国家都是福利型社会，因此，在经济疲软的环境下，政府与企业还要负担繁重的社会福利保障，同时，企业由于严苛的劳动保障法不敢随意雇佣工人，这使得高失业状况日益严重。更糟糕的是，由于社会福利保障随着人口老龄化趋势的发展所占政府财政比例越来越大，挤占了政府在研发方面的投入，使整个地区的科技革新速度大大落后于美国，长此下去，欧元区的竞争力着实令人担忧。世界经济论坛 2002 年的一份报告对欧洲在革新、商业环境、金融服务以及开放程度等方面的表现进行了评估，并得出结论：除社会政策方面以外，欧盟经济获得的平均评级要低于美国，也低于经济合作与发展组织的其它成员国。这些都无疑给欧元区经济敲响了警钟，同时也说明了欧元赖以支撑的经济基础是不牢固的。

（二）从欧元区外部看欧元价值

既然欧元区各国的经济增长遭遇瓶颈，为何欧元的汇率能在 2001 年底开始回升并且把对美元的汇兑坚挺水平维持至今呢？从目前的情况看来，欧元对美元的坚挺并不是因为欧元自身表现良好所致，而是因为美国表现得更差导致美元走贬引起的。

相对于欧元区的经济增长率，2002 年美国经济增长了 2.5%，其失业状况与生产率均值等指标都好于欧元区的绝大多数国家，在这种情况下美元仍然贬值显然是有别的原因，就笔者看来，主要包括：

1. 利率差额使得欧元对美元的汇率走高。尽管欧洲央行承认了欧元区经济恶化并且在 2002 年 12 月和 2003 年 3 月分别降息 0.5 和 0.25 个百分点，使利率达到了 2.5% 的历史新低，但是与美国 1.25% 的利率水平相比，双方还有一倍的利差，因此，在外汇市场上，欧元对美元有升值的空间。

2. 美国巨额的贸易赤字与财政赤字使美元货币基础变得薄弱。长期以来，美国一直存在严重的“双赤字”问题，但是由于美国超强的经济、政治与军事实力，加上布雷顿森林体制瓦解以后为了不使国际货币体系崩溃而造成对世界经济的严重破坏，各国实际上承认了美元的国际储备货币的地位并努力维持其稳定。这是美国的金融霸权，也是各国无奈的选择。在贸易赤字方面，美国从 20 世纪 70 年代就出现了，在随后的日子里，美国的贸易赤字越来越大，2002 年再次创下新的贸易赤字纪录。同时，自从布什总统上台执政以来，美国采取了减税刺激经济计划，在公共、军事、反恐方面的开支剧增，导致美国的财政赤字在 20 世纪 90 年代中后期消失并出现短暂盈余后，再次出现，而且增长的速度很快。“双赤字”问题日益严重，世界对美元的忍耐也到达了一个邻界点，美元在这一背景下走弱并不奇怪。

（下转第 10 页）

经济政策倾向决定了政策选择的灵活性。实行平衡的宏观经济政策的国家在处理资本流入的冲击时,要比实行非平衡政策的国家的选择度大。同样,国内贸易和货币兑换自由化(例如资本流出管制的放松)步伐的加快也有助于资本流入所导致的汇率升值压力的缓和。本文第二部分已经讨论了资本流入的具体管理措施,但是最优的政策组合还是要依据一国的制度结构以及以往的政策经验。例如,没有足够可使用的政策工具或者本国金融市场发展不健全,会限制冲销政策工具的使用。财政政策不适合短期需求管理,因为其实实施往往存在时滞;而临时的资本管制可以作为应付突发性的大量资本流入这种情况的一种方法。

接下去,我们先讨论实行平衡的宏观经济政策的国家具体如何实施资本流入管理政策,在不同原因所导致的资本流入的情况下,货币政策、财政政策、汇率政策的适用性以及它们彼此间的搭配。然后讨论实行非平衡的宏观经济政策的国家如何来管理资本流入。

表3是实行平衡的宏观经济政策的国家具体如何实施资本流入管理政策的简单说明矩阵。当资本流入是由于国内货币需求增加所引起时,不需要采用任何措施。因为这种情况下,基础货币量的放大不会导致通货膨胀。当然,在一定程度上,可能会需要通过冲销性干预政策来平抑汇率和利率的大幅波动。另外,可能还需要对银行中介采取一些限制措施,因为资本流入会扩张银行的信贷能力。在银行体系比较脆弱且缺少监管的情况下,会造成过多的风险借贷。如果持续的资本流入是由于国内资本生产率的提高引起时,那就需要通过商品、资产价格的调整来使真实有效汇率(REER)上升,同时,

需要采用紧缩性的财政政策来控制国内吸收的扩张,以防止真实有效汇率的过度升值。若资本流入是由外部因素(如国外利率的下降)导致,冲销政策被认为是最合理,最有效的干预政策。但在一国国内资产和国外资产替代性比较高或者汇率制度固定的情况下,一国冲销干预资本流入的能力就非常有限。只有在一国冲销政策无法实施或者其使用受到严重限制时,才会考虑采用财政政策,因为财政政策涉及到税收和政府支出结构的频繁变化,而这种频度过高的调整导致了额外的政策实施成本。

对于那些采用非平衡宏观经济政策的国家,最典型的表现是过度扩张的财政政策与紧缩性的货币政策的结合,国内的高利率往往也是这种政策搭配所导致的。所以管理资本流入应先调整财政和货币政策本身开始。当然,需要格外关注另一个问题,就是利率的降低固然会减少投机资本的流入,但同时又会刺激国内需求,造成经济过热。对于这些国家而言,首先要做的是找到货币政策和财政政策的最佳切合点,然后再来决定选择哪种工具来管理资本流入。□ (责任编辑:梦溪)

参考文献:

- [1] "Currency Crises and Capital Controls: A Selective Survey", Sweta C. Saxena and Kar-yiu Wong, University of Washington, January 2, 1999;
- [2] 冯晓明: "管理资本流入: 发展中国家可供选择的政策工具", 《世界经济》, 2001年第六期。
- [3] 叶辅靖: "新兴市场国家对资本流动的监管", 《经济研究参考》, 2002年57期。

(上接第19页) 3. 进入新世纪, 美国国内状况频出, 社会经济生活遭到严重干扰。这两三年来, 美国国内出了很多大事: 遭遇恐怖分子袭击、经济疲软的情况下大公司假帐丑闻屡被曝光、反恐战场越扩越大。这些都严重打击了投资者与美国民众的经济预期。由于不确定的因素太多以及安全问题日益严峻, 美国的投资经营环境恶化, 导致大量外资流出美国本土, 同时国际资本流入美国的意愿也大为降低, 这些都使得美国的国际收支在经常项目巨额赤字的前提下, 资本项目也面临巨大挑战, 而原本资本项目的巨额盈余是美元坚挺的重要保证, 如今这一基础正在瓦解, 美元贬值只是时间的问题。

由以上所述可以看出, 欧元近期的升值并非自身的内在经济价值有了质的飞跃, 相反的, 欧元区经济疲弱、发展受挫, 欧元前景堪忧。但是汇率是两种货币的相对比较价值, 由于美元在这段时间里趋贬的原因更多, 两相比较之下, 欧元对美元的汇率反而达到了自其正式流通以来的一个较高的水平。考虑到近期美国对伊拉克战

争的后果势必严重影响美国经济预期, 投资人短期内仍会倾向持有欧元。尤其在长期的经济增长率、科技创新能力、商业金融发展水平方面都高于欧元区各国的情况下, 欧元想要保持目前对美元的优势确实非常困难。

总 结

综上所述, 虽然欧元从理论上来说将毫无争议的成为挑战美元的强势货币, 但是从现实的情况看来, 还需要很长的一段路要走。这里既有欧元区自身的经济发展因素, 同时也要承认, 欧元发展的好坏, 主动权并不完全掌握在欧洲人手里。就外部而言, 美国将不遗余力的维持美元的霸权, 而欧元区内部由于各国的经济发展水平、发展情况不同, 在共同利益之下, 还有很多矛盾, 协调的难度很大, 即便协调成功, 在落实上也还会有很多问题从而使效果大打折扣, 因此, 摆在欧元前面的路, 并不好走。□ (责任编辑: 梦溪)